



삼성에스디에스 (018260)

IT투자 위축 사이클을 견뎌내야 하는 시기

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 3772-7613

Buy (유지)

목표주가(유지): 170,000원

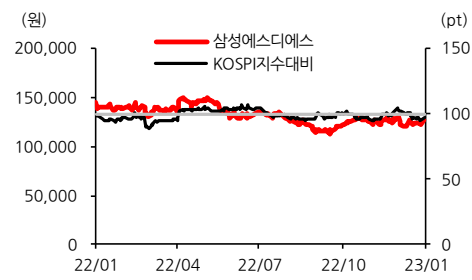
현재 주가(1/26)	127,200원
상승여력	▲33.6%
시가총액	98,425억원
발행주식수	77,378천주
52 주 최고가 / 최저가	149,000 / 113,000원
90 일 일평균 거래대금	94.72억원
외국인 지분율	13.6%
주주 구성	
삼성전자 (외 11 인)	52.8%
국민연금공단 (외 1 인)	7.7%
삼성에스디에스우리카주 (외 1 인)	0.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.8	4.7	-5.8	-12.6
상대수익률(KOSPI)	-8.3	-5.0	-8.1	-3.7

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	13,630	17,235	15,710	16,503
영업이익	808	916	948	1,008
EBITDA	1,250	1,428	1,478	1,498
지배주주순이익	611	1,109	803	850
EPS	7,899	14,335	10,386	10,993
순차입금	-4,129	-4,494	-5,187	-5,734
PER	19.8	8.2	12.2	11.6
PBR	1.7	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	6.4	3.2	3.1	2.7
배당수익률	1.5	2.7	2.5	2.5
ROE	8.8	14.4	9.5	9.4

주가 추이



동사의 4분기 실적은 영업이익 기준 컨센서스를 소폭 하회했습니다. IT 투자 감소세가 예상보다 크게 나타나고 있습니다. 밸류에이션은 PER 12 배 수준으로 낮지만, 대외 변수 불확실성에 따라 올해 실적 눈높이에 대한 확신이 생길 때 의미있는 주가 반등을 예상합니다.

4분기 실적은 영업이익 기준 컨센서스 소폭 하회

동사의 4분기 실적은 매출액 4.25조 원, 영업이익 1875억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스를 6% 하회했다. 주요 고객사의 투자 감소세가 예상보다 크게 나타나며 IT서비스 매출액이 YoY 1.3% 증가에 그쳤다. ERP를 포함한 SI는 IT투자 연기 및 취소에 따라 역성장이 지속됐지만, 클라우드는 공공, MSP 사업 확대가 가속화되며 YoY 53% 성장했다. CSP, MSP 부문 고르게 고성장세가 지속된 것으로 파악된다. 물류 매출액은 경기 둔화와 운임 약세 시황에도 불구하고 전분기 수준을 유지했다. 미주/유럽 중심의 내륙 물동량 증가로 인해 예상보다 선방했다.

물류는 하향 정상화 불가피, IT서비스 매출 상쇄가 관건

동사의 올해 실적으로 매출액 15.7조 원(YoY -8.8%), 영업이익 948억 원(YoY +3.5%)을 전망하며 기존 추정치 대비 변경은 미미하다. 지난해 외형 성장을 견인해온 물류 사업의 하향 정상화는 불가피하기 때문에, 결국 동사의 주가 상승 트리거는 주요 고객사의 투자 회복에 따른 IT서비스 부문 매출 반등이 될 것으로 판단한다. 다만 글로벌 경기 둔화 장기화에 따른 IT비용 절감과 투자 위축세가 상반기까지 지속될 것으로 예상해 본격적인 실적 반등은 하반기에 기대해볼만 하다. 물류 매출 감소세를 동반 데이터센터 신규 매출과 공공클라우드 수주 기여가 얼마나 커버하는지가 실적 상향 요인이 될 것으로 전망한다.

투자의견 BUY 목표주가 17만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 낮아진 주가는 올해 예상실적 기준 PER 12배 수준으로 전망 수요 위축에 따른 실적 둔화 및 물류 사업 정상화 우려가 대부분 반영됐다고 판단한다. 게다가 23E 클라우드 부문 매출 성장률은 보수적으로 추정해도 24.5%에 달할 정도로 높은 성장세가 부각된다. 다만 이를 제외한 모든 사업의 실적 하향이 예상되는만큼 상반기 실적 눈높이에 대한 확신이 생길 때 의미 있는 밸류에이션 반등이 나타날 것으로 전망한다.

[표1] 삼성에스디에스 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
매출액	4,192	4,595	4,198	4,250	3,679	3,973	4,035	4,024	13,630	17,235	15,710
IT 서비스	1,453	1,511	1,487	1,518	1,487	1,562	1,627	1,687	5,637	5,968	6,364
SI	410	408	352	314	351	359	356	340	1,641	1,484	1,406
ITO	794	830	836	862	835	871	885	920	3,125	3,322	3,511
클라우드	249	273	299	342	301	331	387	428	871	1,163	1,447
물류 BPO	2,739	3,084	2,711	2,732	2,191	2,412	2,407	2,336	7,993	11,267	9,347
매출비중(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
IT 서비스	35	33	35	36	40	39	40	42	41	35	41
물류 BPO	65	67	65	64	60	61	60	58	59	65	59
영업이익	274	270	185	188	204	241	258	246	808	916	948
영업이익률(%)	6.5	5.9	4.4	4.4	5.5	6.1	6.4	6.1	5.9	5.3	6.0
IT 서비스	209	172	120	131	162	195	212	202	664	632	771
영업이익률(%)	14.4	11.4	8.1	8.6	10.9	12.5	13.0	11.9	11.8	10.6	12.1
물류 BPO	65	98	65	57	42	46	46	44	144	285	178
영업이익률(%)	2.4	3.2	2.4	2.1	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	2.5	1.9
당기순이익	204	273	401	252	157	193	269	185	633	1,130	803
당기순이익률(%)	4.9	5.9	9.5	5.9	4.3	4.9	6.7	4.6	4.6	6.6	5.1
YoY(%)											
매출액	36.9	41.4	24.2	8.0	-12.2	-13.5	-3.9	-5.3	23.7	26.4	-8.8
IT 서비스	6.1	8.5	7.8	1.3	2.4	3.3	9.4	11.2	6.1	5.9	6.6
SI	-1.1	1.7	-8.1	-29.1	-14.3	-12.0	1.2	8.2		-9.6	-5.2
ITO	7.4	6.9	7.6	3.6	5.2	5.0	5.8	6.7		6.3	5.7
클라우드	16.0	27.3	36.2	53.3	21.0	21.3	29.2	25.2		33.4	24.5
물류 BPO	61.8	65.9	35.4	12.0	-20.0	-21.8	-11.2	-14.5	40.2	41.0	-17.0
영업이익	26.0	20.2	-16.7	29.9	-25.5	-10.8	39.3	31.1	-7.3	13.4	3.5
IT 서비스	13.1	-8.6	-34.5	21.3	-22.3	13.3	76.9	54.3	-14.7	-4.9	22.0
물류 BPO	99.4	170.6	67.4	55.9	-35.6	-53.1	-30.0	-22.0	55.4	97.4	-37.6
당기순이익	29.0	65.4	101.0	127.7	-23.2	-29.2	-33.0	-26.8	255.0	78.4	-28.9

자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	11,017	13,630	17,235	15,710	16,503
매출총이익	1,690	1,683	1,981	1,940	2,038
영업이익	872	808	916	948	1,008
EBITDA	1,323	1,250	1,428	1,478	1,498
순이자손익	49	43	64	43	46
외화관련손익	-8	8	62	0	0
지분법손익	3	6	5	0	0
세전계속사업손익	886	858	1,126	1,088	1,151
당기순이익	453	633	1,131	803	850
지배주주순이익	443	611	1,109	803	850
증가율(%)					
매출액	2.8	23.7	26.4	-8.8	5.0
영업이익	-12.0	-7.3	13.4	3.5	6.2
EBITDA	-7.6	-5.5	14.2	3.5	1.4
순이익	-39.6	39.8	78.5	-28.9	5.8
이익률(%)					
매출총이익률	15.3	12.3	11.5	12.3	12.3
영업이익률	7.9	5.9	5.3	6.0	6.1
EBITDA 이익률	12.0	9.2	8.3	9.4	9.1
세전이익률	8.0	6.3	6.5	6.9	7.0
순이익률	4.1	4.6	6.6	5.1	5.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	979	980	1,531	1,392	1,265
당기순이익	453	633	1,131	803	850
자산상각비	451	442	512	530	491
운전자본증감	-349	-266	323	47	-88
매출채권 감소(증가)	-44	-377	61	149	-313
재고자산 감소(증가)	0	0	-2	3	-5
매입채무 증가(감소)	55	241	119	-108	227
투자현금흐름	-545	-827	-859	-611	-637
유형자산처분(취득)	-234	-286	-486	-330	-347
무형자산 감소(증가)	-34	-33	-67	-70	-70
투자자산 감소(증가)	-298	-513	-393	-160	-166
재무현금흐름	-351	-323	-323	-248	-248
차입금의 증가(감소)	-162	-135	-135	0	0
자본의 증가(감소)	-188	-188	-186	-248	-248
배당금의 지급	-188	-188	-186	-248	-248
총현금흐름	1,466	1,391	1,352	1,345	1,353
(-)운전자본증가(감소)	-213	-29	-34	-47	88
(-)설비투자	235	287	488	330	347
(+)자산매각	-33	-33	-65	-70	-70
Free Cash Flow	1,410	1,101	833	992	849
(-)기타투자	540	290	-375	52	54
잉여현금	870	811	1,208	940	795
NOPLAT	445	597	664	701	744
(+) Dep	451	442	512	530	491
(-)운전자본투자	-213	-29	-34	-47	88
(-)Capex	235	287	488	330	347
OpFCF	874	782	722	947	800

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	6,581	7,576	8,715	9,276	10,161
현금성자산	4,194	4,591	5,407	6,099	6,647
매출채권	2,125	2,609	2,795	2,646	2,960
재고자산	26	44	48	45	51
비유동자산	2,574	2,941	3,528	3,450	3,429
투자자산	721	1,047	1,430	1,481	1,535
유형자산	1,116	1,179	1,377	1,235	1,150
무형자산	737	715	721	733	745
자산총계	9,155	10,517	12,243	12,725	13,591
유동부채	1,721	2,370	2,779	2,694	2,944
매입채무	1,188	1,724	2,028	1,920	2,147
유동성이자부채	127	149	200	200	200
비유동부채	575	703	1,077	1,089	1,101
비유동이자부채	239	313	712	712	712
부채총계	2,296	3,074	3,856	3,782	4,045
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	5,661	6,087	7,010	7,566	8,169
자본조정	-328	-194	-194	-194	-194
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	6,859	7,444	8,387	8,943	9,546

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	5,731	7,899	14,335	10,386	10,993
BPS	86,188	93,421	105,352	112,536	120,325
DPS	2,400	2,400	3,200	3,200	3,200
CFPS	18,948	17,975	17,468	17,377	17,487
ROA(%)	4.9	6.2	9.7	6.4	6.5
ROE(%)	6.7	8.8	14.4	9.5	9.4
ROIC(%)	14.6	19.8	19.3	19.1	20.5
Multiples(x, %)					
PER	31.1	19.8	8.2	12.2	11.6
PBR	2.1	1.7	1.1	1.1	1.1
PSR	1.3	0.9	0.5	0.6	0.6
PCR	9.4	8.7	6.7	7.3	7.3
EV/EBITDA	7.5	6.4	3.2	3.1	2.7
배당수익률	1.3	1.5	2.7	2.5	2.5
안정성(%)					
부채비율	33.5	41.3	46.0	42.3	42.4
Net debt/Equity	-55.8	-55.5	-53.6	-58.0	-60.1
Net debt/EBITDA	-289.4	-330.2	-314.7	-350.9	-382.7
유동비율	382.5	319.6	313.6	344.4	345.1
이자보상배율(배)	53.3	45.8	31.2	24.7	26.2
자산구조(%)					
투하자본	37.2	35.7	35.3	32.2	30.9
현금+투자자산	62.8	64.3	64.7	67.8	69.1
자본구조(%)					
차입금	5.1	5.8	9.8	9.3	8.7
자기자본	94.9	94.2	90.2	90.7	91.3

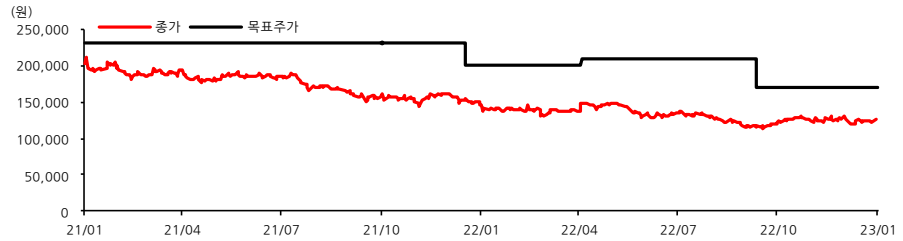
[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 1월 27일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 유영술)
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성에스디에스 주가 및 목표주가 추이]



[투자이견 변동 내역]

일 시	2021.07.27	2021.09.28	2021.10.28	2021.11.23	2022.01.12	2022.01.27
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	230,000	230,000	230,000	230,000	200,000	200,000
일 시	2022.03.29	2022.04.28	2022.04.29	2022.05.24	2022.05.31	2022.07.29
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	210,000	210,000	210,000	210,000
일 시	2022.10.07	2022.10.28	2022.11.17	2022.12.05	2023.01.10	2023.01.27
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자이견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.09.28	Buy	230,000	-32.14	-29.78
2022.01.12	Buy	200,000	-29.97	-23.00
2022.04.29	Buy	210,000	-36.46	-29.05
2022.10.06	Buy	170,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%